



新品陆续落地，业绩或超预期

中信证券研究部

2015年1月14日

| | | | |
|---|-----------------------|----------------------|---------------------------|
| 施亮 | 刘洋 | 盛夏 | 联系人：吴尚阳 |
| 电话：010-60838274 | 电话：010-60838897 | 电话： | 电话：010-60836735 |
| 邮件：liangshi@citics.com | 邮件：lyocean@citics.com | 邮件：xsheng@citics.com | 邮件：wushangyang@citics.com |
| 执业证书编号：S1010510120044 执业证书编号：S1010512080007 执业证书编号：S1010514060004 | | | |

投资评级

事项：

买入（维持）

当前价：42.59 元

目标价：60 元

2015年1月14日，公司公告子公司扬州优邦取得新兽药注册证书的公告，农业部核发的两项新兽药证书分别包括：猪圆环病毒 2 型杆状病毒载体灭活疫苗（CP08 株）、重组新城疫病毒灭活疫苗（A-VII株）。对此我们点评如下：

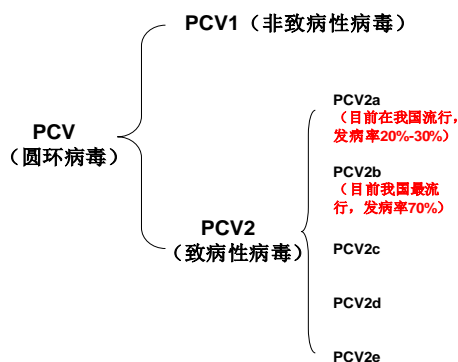
评论：

猪圆环疫苗—非强免疫苗中的大品种

世界上很多国家（包括中国）均存在不同程度的猪圆环病毒（PCV2）的感染和流行，但在各个地区的流行情况不同。我国于 2000 年左右开始发现该病，在 2003 年前后临床发病猪 PCV2 检测阳性率大约 20%，但随着病毒不断的感染和流行，2010 年有的临床发病猪 PCV2 检测阳性率达 50%以上。猪群感染 PCV2 后生长缓慢、体重减轻，且死亡率上升，给养殖户造成严重经济损失。因此，目前猪圆环病毒 2 型疫苗逐渐变成养殖场必打的产品，且成为非强免疫苗中的大品种。

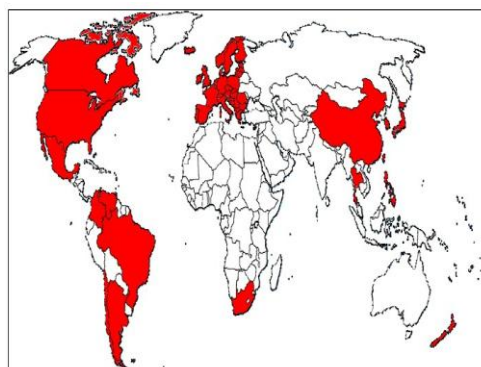
据我们草根调研了解到，2014 年市场上的圆环疫苗产品竞争相对激烈，其中包括进口疫苗和国产疫苗共 16 家公司的产品，且售价差别较大（6-30 元/头份不等）。我们认为，虽然进口产品售价高并有一定客户需求，但与国内产品相比，其毒株并无明显优势，主要是定制式销售服务和品牌给产品带来的溢价。而如今国内企业的市场苗销售服务也已经比较到位，多数销售人员会用心了解客户需求、耐心讲解产品特点、上心跟进后续使用情况等。因此，在产品质量有保障的基础上，优质国产疫苗有望对进口疫苗形成部分替代。

图 1：我国目前主要流行 PCV2b 型病毒



资料来源：《圆环病毒疫苗》，中信证券研究部预测

图 2：2010 年发生猪圆环病毒的国家（红色）



资料来源：OIE，中信证券研究部测算

扬州优邦与武汉中博生物联合研制的猪圆环病毒 2 型杆状病毒载体灭活疫苗（CP08 株），采用领先的重组杆状病毒—昆虫细胞基因工程表达技术，是国内首创的基因工程亚单位疫苗，在产品创新和防疫效果上均领先于行业竞争对手。

我们认为，猪圆环疫苗已经成为非强免疫苗中的大品种，多数规模化养殖户会选择使用该疫苗。根据对超大、大型、中小型养殖场的需求测算，保守估计，未来猪圆环疫苗或有 5 亿头份的市场空间，以平均 8 元/头份的零售价计算，其市场规模有望达到 40 亿元。而未来 2-3 年，金宇集团有望凭借自身渠道及品牌优势，获得 10% 的市场份额，对应 4 亿元收入。

禽苗新品落地，战略版图延伸

公司新城疫禽苗新品的上市，其战略意义更加明显，说明公司的战略版图已开始向禽苗延伸。目前，扬州优邦的部分业务已经涉足禽苗，约有 4-5 个禽苗产品，其中包括 H9 亚型的禽流感疫苗。而公司尚未生产 H5 亚型的高致病性禽流感疫苗，我们认为，公司作为行业龙头，有能力也有可能做深、做大禽苗业务，且有望从招标苗大品种获得新突破。

通常情况下，新疫苗产品的研发周期长达 3-6 年，公司在资金充足的背景下，最快弥补产品缺失的方法便是进行外延式扩张，或者采取技术合作。我们认为，近两年来禽养殖业低迷，导致多数禽苗企业收入下滑，在此低迷时期，正是手握现金的龙头公司大举扩张的时机。金宇集团作为民营龙头企业，机制灵活且资金实力较强，外延式扩张将巩固公司龙头地位。而且，在生产高致病性禽流感疫苗方面，公司的悬浮培养技术将有效确保产品质量。由于市场上所有禽流感疫苗生产企业仍然停留在鸡胚和转瓶培养阶段，利用悬浮培养生产工艺一方面顺应“优质优价”的政策方向，另一方面可以突出企业产品的竞争优势。

风险因素：

猪价回升低于预期；大规模新型生猪、禽类疫病爆发；公司疫苗销售不及预期。

投资建议：

未来 2 年公司在口蹄疫疫苗高增长的基础上，猪圆环、禽苗、猪伪狂犬、布病等新品将相继落地，并支撑业绩平均增速保持在 35% 以上，甚至有望超预期。基于对金宇销售业绩的乐观预期，我们上调公司 2015/16 年 EPS 预测至 1.70/2.18 元，（已考虑增发摊薄，原 2015/16 年盈利预测为 1.63/2.10 元），给予 2015 年业绩 35 倍 PE，上调目标价至 60 元，维持“买入”评级。

表 1：金宇集团盈利预测表

| 项目/年度 | 2012 | 2013 | 2014F | 2015F | 2016F |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 556 | 671 | 1,006 | 1,386 | 1,788 |
| 增长率 YoY% | -3.41 | 20.65 | 49.90 | 37.68 | 29.06 |
| 净利润（百万元） | 130 | 251 | 353 | 523 | 671 |
| 增长率 YoY% | -12.72 | 92.34 | 40.78 | 47.98 | 28.30 |
| 每股收益 EPS（增发摊薄后） | 0.46 | 0.89 | 1.26 | 1.70 | 2.18 |
| 毛利率% | 67.37 | 70.64 | 77.00 | 78.68 | 78.83 |
| 净资产收益率 ROE% | 12.10 | 19.57 | 22.64 | 14.62 | 16.40 |
| PE | 92 | 48 | 34 | 25 | 20 |
| PB | 11.1 | 9.3 | 7.7 | 3.7 | 3.2 |
| EV/EBITDA | 71 | 42 | 33 | 23 | 18 |

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：股价为 2015 年 1 月 14 日收盘

利润表（百万元）

| 指标名称 | 2012 | 2013 | 2014F | 2015F | 2016F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 556 | 671 | 1006 | 1386 | 1788 |
| 营业成本 | 182 | 197 | 231 | 295 | 379 |
| 毛利率 | 67.4% | 70.6% | 77.0% | 78.7% | 78.8% |
| 营业税金及附加 | 25 | 7 | 11 | 14 | 20 |
| 营业费用 | 88 | 108 | 161 | 222 | 295 |
| 营业费用率 | 15.8% | 16.1% | 16.0% | 16.0% | 16.5% |
| 管理费用 | 91 | 118 | 166 | 229 | 295 |
| 管理费用率 | 16.3% | 17.6% | 16.5% | 16.5% | 16.5% |
| 财务费用 | 25 | 20 | 15 | 1 | (3) |
| 财务费用率 | 4.5% | 3.0% | 1.5% | 0.0% | -0.2% |
| 投资收益 | 2 | 82 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 148 | 297 | 420 | 624 | 802 |
| 营业利润率 | 26.5% | 44.2% | 41.8% | 45.1% | 44.9% |
| 营业外收入 | 8 | 4 | 6 | 6 | 6 |
| 营业外支出 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 154 | 300 | 425 | 629 | 807 |
| 所得税 | 25 | 51 | 72 | 106 | 136 |
| 所得税率 | 16.4% | 16.9% | 16.9% | 16.9% | 16.9% |
| 少数股东损益 | (2) | (2) | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司股东的净利润 | 130 | 251 | 353 | 523 | 671 |
| 净利率 | 23.4% | 37.4% | 35.1% | 37.7% | 37.5% |
| 每股收益(元)(摊薄) | 0.46 | 0.89 | 1.26 | 1.70 | 2.18 |

现金流量表（百万元）

| 指标名称 | 2012 | 2013 | 2014F | 2015F | 2016F |
|--------|------|------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 130 | 251 | 353 | 523 | 671 |
| 少数股东损益 | -2 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 折旧和摊销 | 37 | 42 | 23 | 27 | 31 |
| 营运资金变动 | -84 | 420 | 191 | -61 | -124 |
| 其他 | 21 | -61 | 16 | 2 | -2 |
| 经营现金流 | 103 | 649 | 583 | 491 | 576 |
| 资本支出 | -120 | -116 | -95 | -94 | -83 |
| 投资收益 | 6 | 123 | 0 | 0 | 0 |
| 资产变卖 | | | | | |
| 其他 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| 投资现金流 | -114 | 7 | -93 | -94 | -83 |
| 发行股票 | 0 | 0 | 0 | 1598 | 0 |
| 负债变化 | 619 | 347 | 0 | 0 | 0 |
| 股息支出 | -69 | -66 | -75 | -106 | -157 |
| 其他 | -644 | -534 | -15 | -1 | 3 |
| 融资现金流 | -94 | -253 | -90 | 1492 | -154 |
| 现金净增加额 | -105 | 403 | 400 | 1888 | 339 |

资料来源：中信量化投资分析系统

资产负债表（百万元）

| 指标名称 | 2012 | 2013 | 2014F | 2015F | 2016F |
|----------|------|------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 315 | 712 | 1112 | 3000 | 3339 |
| 存货 | 889 | 157 | 134 | 173 | 223 |
| 应收账款 | 125 | 155 | 181 | 291 | 368 |
| 其他流动资产 | 77 | 138 | 127 | 191 | 265 |
| 流动资产 | 1407 | 1162 | 1554 | 3656 | 4195 |
| 固定资产 | 243 | 242 | 319 | 390 | 446 |
| 长期股权投资 | 13 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| 无形资产 | 56 | 59 | 57 | 54 | 52 |
| 其他长期资产 | 164 | 236 | 232 | 230 | 229 |
| 非流动资产 | 476 | 550 | 621 | 687 | 739 |
| 资产总计 | 1883 | 1712 | 2175 | 4343 | 4934 |
| 短期借款 | 309 | 120 | 120 | 120 | 120 |
| 应付账款 | 87 | 95 | 104 | 139 | 177 |
| 其他流动负债 | 343 | 203 | 380 | 498 | 538 |
| 流动负债 | 738 | 419 | 604 | 757 | 835 |
| 长期负债 | 66 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 其他长期负债 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 非流动性负债 | 67 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 负债合计 | 805 | 430 | 615 | 768 | 846 |
| 股本 | 281 | 281 | 281 | 308 | 308 |
| 资本公积 | 212 | 212 | 212 | 1783 | 1783 |
| 股东权益合计 | 1078 | 1282 | 1560 | 3575 | 4088 |
| 少数股东权益 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债股东权益总计 | 1883 | 1712 | 2175 | 4343 | 4934 |

主要财务指标

| 指标名称 | 2012 | 2013 | 2014F | 2015F | 2016F |
|---------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 增长率(%) | | | | | |
| 营业收入 | -3.4% | 20.6% | 49.9% | 37.7% | 29.1% |
| 营业利润 | -11.2% | 101.0% | 41.5% | 48.5% | 28.5% |
| 净利润 | -12.7% | 92.3% | 40.8% | 48.0% | 28.3% |
| 利润率(%) | | | | | |
| 毛利率 | 67.4% | 70.6% | 77.0% | 78.7% | 78.8% |
| EBIT Margin | 32.5% | 47.9% | 43.7% | 45.4% | 45.0% |
| EBITDA Margin | 39.1% | 54.2% | 45.9% | 47.4% | 46.7% |
| 净利率 | 23.4% | 37.4% | 35.1% | 37.7% | 37.5% |
| 回报率(%) | | | | | |
| 净资产收益率 | 12.1% | 19.6% | 22.6% | 14.6% | 16.4% |
| 总资产收益率 | 6.8% | 14.6% | 16.2% | 12.0% | 13.6% |
| 其他(%) | | | | | |
| 资产负债率 | 42.8% | 25.1% | 28.3% | 17.7% | 17.1% |
| 所得税率 | 16.4% | 16.9% | 16.9% | 16.9% | 16.9% |
| 股利支付率 | 34.4% | 31.3% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

| 投资建议的评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|--------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上； |
| | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间 |
| | 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间 |
| | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上； |
| 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上； |
| | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间； |
| | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上 |

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。